

中国期货市场发展的历史阶段和 向成熟状态的嬗变

邢全伟

内容提要:期货市场作为市场经济的价格发现与风险管理中心,对稳定市场经济整体运行发挥着重要作用。中国的期货市场早在晚清时期便已开始萌芽,并在民国时期经历了快速发展阶段。但是,自新中国成立至1988年被重新引入,中国的期货市场经历了长时间的中断。此后,在将近30年的时间里,中国的期货市场经历了重新设立和快速发展、清理整顿和规范发展、稳步推进和创新发展阶段。本文以制度变迁和历史演变的视角,划分和解析了中国期货市场发展的历史阶段,阐释了中国期货市场向成熟状态嬗变的主要内容。

关键词:期货市场 商品期货 金融期货 制度变迁

期货市场,作为价格发现、风险管理中心,在稳定市场经济运行的过程中发挥着重要作用。中国的期货市场在清末便已萌芽,并在民国时期得到了快速发展。新中国成立后,期货市场长时间停办。直至1988年,国家为了平抑农产品价格剧烈波动才考虑重新引入期货市场。只是,此时的期货市场已与其在中国历史上的形态存在了诸多差异。与“摸着石头过河”的改革开放相类似,中国的期货市场发展也是在缺乏明晰顶层设计的前提下进行的。这种基于转轨历史条件的探索式发展不可避免地带有鲜明的中国色彩。经过近30年的发展,中国的期货市场在经济发展过程中发挥着越发重要的作用。中国的期货市场正在通过创新、深化发展向成熟阶段转变。正确认识期货市场的发展特性、客观评价其历史地位、明晰其发展面临的挑战,将极大地有利于中国经济整体和期货行业本身的发展。

一、萌芽和初期发展阶段(1891—1952年)

近代中国,经过数次与列强的战争和一系列不平等条约的签订,晚清政府逐渐承认和接受落后于世界的事实,并意欲通过“洋务运动”和体制改革实现国家的现代化转型。转型是通过引进和学习资本主义国家一系列制度的方式进行的,中国的期货市场正是在这样的背景下开始萌芽的。

晚清时期,中国的期货市场依赖于证券交易所和股份公司的发展逐渐开始萌芽。在此期间,西方列强通过侵略、渗透等方式操纵上海金融市场,陆续开办了数家证券交易所。在光绪十七年(1891),西商成立的上海股份公所已经具备交易所雏形。至1905年,依据香港政府股份有限公司条例登记的上海众业公所已是正式的证券交易所。^①至1929年,两者合并,之后采用上海众业公所的名称。众业公所采用会员组织形式,在这种组织形式下,只有会员和特许经纪人才有资格在交易所内交易,交易所不以盈利为目的,不征收手续费,交易过程中的一切费用由会员负责。同时,买卖双方的损益自负,交易所不承担任何责任。虽然名义上不以营利为目的,实质上却是外国资本家利用中

[作者简介] 邢全伟,北京大学经济学院博士后,北京,100871,邮箱:xaw20090819@126.com。

① 上海市年鉴委员会:《上海证券交易所之发端与现状》(原载《上海市年鉴(1935)》),上海市档案馆编:《旧上海的证券交易所》,上海古籍出版社1992年版,第339—353页。

国资本市场进一步扩大在华势力的手段。同时,众业公所的外籍商人利用中国人金融知识有限的缺陷和对于洋人的崇拜心理,混水摸鱼、投机倒把。在上海众业公所中,参加交易的会员定额为一百,大多数为洋人,华籍会员数目极少。交易品种主要是洋商的股票,交易方式有现货和期货两种形式。其中,现货每逢星期一交割,期货交割则以当月为限;实际交易中,现货交易居于大多数。^①可以看出,虽然交易品种不是实物商品,但是交易方式已具备期货交易的雏形。

中国人创办的证券交易所肇始于1882年的上海平准股票公司,迫于形势,此后的证券交易基本上是茶楼形式的民间股票交易。在此期间,中国各个行业的同业公会和同业会所为了交易便利和规避经营风险,已经内生出期货交易所的初级形态,表现出强烈的诱致性制度变迁特点。具体可以从以下方面看出:(1)交易地点。大多数行业有自己固定的交易地点,如上海机器面粉公会就是同行业共同出资建立的交易所。(2)交易品种。这些同业公会和同业会所除了证券交易之外,商品交易的品种主要集中于自己的行业,例如棉业、面粉、杂粮油饼等。(3)交易方式。采取现货和期货两种方式,甚至出现了做空买卖、依波动的市价交易等典型的期货交易方式。(4)交易时间。部分公会和公所有固定的交易时间,如上海金业公所就固定了开市时间为9—12点和14—16点。(5)交易规则。每个行业的同业会所和同业公所基本都有详细的交易规则,包括现货和定期交易,这些规则甚至成为以后物品交易所的营业细则。(6)其他方面。有的公会提供“行情单”服务,并收取佣金,但主要集中于证券交易领域。此时,这些同业公会和同业会所虽无交易所之名,却已具备交易所之实。

既有的萌芽基础为中国期货市场的发育提供了内生条件,加上政府政策的推动,中国的期货市场开始由民间自发组织步入正式发展轨道。1910年11月,梁启超撰文倡议设立“股份懋迁公司”,并建立现代意义的证券交易所。1913年,北洋政府农商部和全国工商界著名人士召开会议商讨办理本土资本市场。1914年,政府颁布首部交易所法。虽然,财政部提议官商合办交易所,但并未实现。1918年末,日本政府特许设立的上海取引所意欲操纵上海市场,于是,在各方推动下,中国首家民族交易所——北平交易所成立。同时期,上海的工商人士也一直在推动成立证券和物品共营的交易所。直至1917年2月,农商部才批准下来,而且经营范围只限于证券。由于上海各行业人士对于证券和物品合营存在严重对立,中间几经周折,直至1919年6月,政府批准的证券物品合营交易所才得以建立。^②1920年7月1日,中国首家证券和物品交易合营的上海证券物品交易所的成立,标志着中国期货市场的开端,也是旧中国的期货市场由萌芽步入初级发展阶段的分水岭。

此后,中国的物品交易所急速发展。由于发展初期交易所盈利容易、回报丰厚,名目繁多的交易所不断涌现,仅1921年10月,上海就有140余家交易所成立,表现出强烈的投机倾向。而且,由于当时的中国权力分散,这些交易所的审批机构十分多样,包括政府、法庭、军阀、领事署等主体。但是,由于资金缺乏、政策规制等原因,仅仅两个月后,上海的交易所只剩下12家。其他地方如北平、天津等地的交易所也发生类似事件。可以说,这个阶段的交易所发展从数量、交易品种、交易所人员素质、交易规则制定等方面都表现出很大的盲目性。例如,柴炭、泥灰等无法标准化的商品也能够进入期市交易,大多交易所人员素质低下、机构不健全,在设立时甚至没有完整的交易流程和营业章程,遑论长远规划。此后,由于缺乏充足的现货支持以及经济基础、竞争、政府管制等方面的原因,中国的期货交易所又迅速进入了整顿发展时期。至1929年,中国的交易所只剩下15家,其中上海6家,北平、宁波和滨江共4家。^③而且,证券物品合营的只有上海证券物品交易所1家,经营货币的仅滨江货币交易所1家,证券交易所5家,其他的都为物品交易所。剩余的物品交易所交易品种集中于黄

① 陈善政:《我国证券市场之发展史》(原载《证券内容专刊》1949年第6期),上海市档案馆编:《旧上海的证券交易所》,第388—400页。

② 上海市档案馆编:《旧上海的证券交易所》,第1—2页。

③ 朱彤芳编著:《旧中国交易所介绍》,北京:中国商业出版社1989年版,第40—48页。

金、棉纱、粮油、谷物等,以农产品为主。

经过萌芽和初期发展阶段,中国的期货市场在交易、监管机制等方面业已基本成型。从最初的物品交易所条例、实施细则和附属细则,到1929年10月正式颁布的包含物品交易的新证券交易所法,政府管理物品交易的法律越加完善。整个物品交易市场机制中对于交易所的职责、权限、机构设置,经纪人的任职资格、任职申请、权力、义务、经纪人与委托人的关系界定、经纪人公会等内容都有完善的设定。而且,基于公会和会所在交易制度方面的萌芽基础,正式的物品交易所在交易制度方面更加完善。交易方式方面,存在现期、定期和约期买卖。其中,定期买卖与现在的期货交易基本相同;约期方式甚至比现时中国的期货交易方式更加灵活,买卖双方可以在签订合同后,自行约定交割日期,交易所不做强制规定。同时,虽然形式和称呼与现代交易所不同,但是交易所的委托方式、委托订单撮合、交割、结算、行情发布等在本质上基本相同,具备完善的交割商品标准、升贴水、价格核算和信息披露体系。另外,该时期交易所也有本证据金、追加证据金、特别证据金等期货的杠杆交易功能和类似于保证金的风险控制措施。从交易情况看,中国的物品交易所呈现如下特点:(1)交易规模不断扩大。这种趋势存在于大多数交易所,如上海面粉交易所的成交规模由1922年的79 473 000包增至1926年的156 610 000包,在1931年已经达到295 337 000包。^①(2)交易品种分工细化。例如,初期棉纱、棉花在上海证券物品交易所、华商纱布交易所都有上市,由于经营亏损,前者退出了该市场,华商纱布交易所成为我国唯一的棉花、棉纱交易所。(3)实际交割占比少。例如,1926年1—6月,上海华商纱布交易所棉纱的交割总额只有13 050包,占总成交额的5.2%;同时期,该所的棉花实际交割量不到成交总额的3%。^②(4)部分交易所和交易品种受到帝国主义的严重干扰。产生这一问题的主要原因在于市场遭到各方势力的分割,如由于日本通过在东北设立类交易所的取引所,吸纳了大多数杂粮油饼类商品的期货交易,造成上海、滨江交易所的相关交易品种不活跃。

就在中国的期货市场刚刚企稳之际,抗日战争爆发了,旧中国期货市场几乎夭折。1945年,抗日战争结束后,中国的交易所曾在上海一度恢复。但是,由于实体经济受到极大破坏,以及“实体经济的政策倾斜”,^③虽然存在零散的证券类的递延交割业务,但是无法被认定为典型意义上的期货交易。因此,可以说,抗战结束后,中国的期货市场仅存在类期货交易的内容,几乎重返萌芽状态。

1949年,中国期货市场的发展几乎又回到是否应该存在的基本问题上。如果说,抗战胜利后中国期货市场还能够以类期货交易的形式得以延续,那么新中国建立后,中国期货市场则彻底消亡。根本原因在于“计划经济无法存在、不需要期货市场”,^④现实原因在于期货市场的投机性在缺乏稳定市场基础的条件下,反而造成了市场的不稳定,这与新中国建立初期稳定物价和经济的目標相左。1952年,中国开始“三大改造”,作为“资本主义工商业”的期货交易所在实质上已经是资本家“希图以非生产方法增殖资本的主要投资市场”,^⑤无论理论和实践方面都缺乏“正当性”的存在基础。至此,中国的期货交易所又全部停业。虽然,在社会主义建设期间,中国也极少地存在利用国外期货市场对黄金、白糖等国际贸易进行套期保值、风险管理的情况,但是,其影响已可以忽略不计。

用“命运多舛”形容萌芽、初级阶段的中国期货市场并不为过。在旧中国,期货交易所在稳定物价、促进商品交易和稳定经济发展方面确实起到了一定的作用。但是,这些本就微弱的积极作用在不断减小,期货交易所越来越成为帝国主义剥削中国的工具,以及资本家投机的场所。同时,对于一些生产已被垄断的产品,商品交易所也被垄断组织控制,听命于垄断组织的意志,变为登记产品价格

① 朱彤芳编著:《旧中国交易所介绍》,第124—129页。

② 朱彤芳编著:《旧中国交易所介绍》,第137—140页。

③ 许涤新、吴承明主编:《新民主主义革命时期的中国资本主义》,北京:人民出版社2003年版,第17—19页。

④ 马源平:《经济体制因素与期货市场成长的一般理论分析》,《当代经济科学》1999年第4期。

⑤ 《马克思恩格斯选集》第1卷,北京:人民出版社1972年版,第466页。

的地方。^①虽然,晚清、民国时期的期货交易所“都不是也不可能是现代意义上的期货交易所,充其量只是期货市场的初级阶段”;^②但是,不能否认的是,中国的期货市场经过萌芽和初期发展阶段,相对完整的期货交易和监管机制已经建立,期货的基本功能得到了初步发挥。更重要的,期货市场在新中国建立后已经不再是新生事物,此阶段的启蒙一定程度上为其重新引入奠定了基础。

二、重新设立和快速发展阶段(1988—1993年)

自改革开放始,中国经济开始步入由计划经济体制向商品经济体制的转轨。1984年,中国共产党十二届三中全会通过《中共中央关于经济体制改革的决定》,正式拉开经济体制改革大幕。直至1993年《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》颁布,中国才完成由计划经济向市场经济的转轨,进而步入市场经济的深化改革、发展阶段。基于经济体制转轨中的基础条件和现实问题,期货市场得以被重新引入。与晚清、民国时期期货市场的发展路径极为相似,自1988年2月,中央和国务院首次提出要重新研究利用期货市场稳定大宗商品流通,至1989年开始通过粮油批发市场引入期货机制,中国的期货市场同样经历了非理性发展阶段。1993年,中国政府开始对期货市场进行整顿。自此,中国的期货市场开始步入清理整顿和规范发展阶段。

在经济转轨时期,中国的期货市场之所以能够重新发展,得益于以下因素:

1. 理论维度。计划经济体制将资源配置和信息处理功能集中于政府,作为市场经济价格发现、减轻价格波动和风险管理中心的期货市场自然处于被批判之列。邓小平理论将市场经济定位为一种发展手段,期货市场便取得了理论上的“合法地位”。

2. 政治维度。在计划经济时期,经济建设未能成为中国政治的中心任务。直到1978年,通过十一届三中全会的召开,党中央停止以“阶级斗争为纲”的路线方针,将工作中心转移至经济建设。同时,在事实上形成了以邓小平为核心的党中央领导集体,完成了“拨乱反正”。自此,中国的政治工作实现了向以改革开放为中心任务的战略转移。

3. 思想认识维度。虽然,在计划经济年代,价值规律的作用屡被提及,但是这一“经济规律”直到改革开放才被普遍接受。价值规律和价格体系被认识之后,犹如洋葱剥皮一般,要素、生产、组织、交换等都被逐步展开。通过诸如真理标准、社会主义初级阶段、生产力与生产关系的适应、计划与市场的关系、市场经济在社会主义体制中的运行、发展是硬道理等方面的讨论,民众逐渐接受了市场经济及其运行机制。

4. 经济体制维度。中国的经济体制改革是由政府推动的强制性制度变迁,中间经历了生产资料公有制占优势、多种经济成分并存的商品经济、有计划的商品经济和市场经济等阶段。加上家庭联产承包责任制、国有企业自主权的增大、多种经济成分快速发展等改革撬开了生产力提升的基础。要素和产品流通、交换、市场形成、经济波动等新的经济现象和问题出现,进而倒逼经济体制改革的深化。

重工业优先发展战略是新中国图存求强的必然选择。为了服务于这一战略的实施,中国完成了“三位一体”的计划经济体制的构建。^③市场经济体制要求改变这些安排,而在无法一步到位的情况下,政府通过商品经济渐进推行。在改革由农村向城市全面推进的过程中,由于体制错位和功能紊乱,造成了诸多问题。

^① 朱彤芳编著:《旧中国交易所介绍》,第31—36页。

^② 刘迎秋:《中国期货市场十年:历史回顾与发展展望(上)》,《财贸经济》1998年第5期。

^③ “三位一体”的计划经济体制涉及到了经济社会的方方面面,主要包括:价格体系的扭曲、行政上的计划资源配置、企业自主权的剥夺、农产品的统购统销、城乡隔离的户籍制度以及农业合作社等。从资源配置的角度可以看出,政府几乎承担了所有的经济职能。林毅夫:《解读中国经济》,北京大学出版社2012年版,第20—76页。

在农村部门,1978年,安徽省凤阳县小岗村农户在农业减产、有饥荒危险的情况下进行了体制内的承包实验。这直接促成了其后的家庭联产承包责任制,极大地解放了农村的生产力。在城市部门,政府以国有企业经营权的放开为突破口,通过调整投资结构、下放协调权力至省级部门、承认物质利益等提高企业生产积极性。同时,非公有制成分的乡镇企业、中外合资企业、外商独资企业等得到快速发展,在以公有制为主体的前提下,所有制成分和市场主体越加多样化。在生产环节,产品的产量和多样化程度不断提升。在流通环节,原有的流通体制已经无法满足大量产品交易的需要,这造成了20世纪80年代反复、全范围地出现了多次“卖粮难”“卖油难”“卖棉难”“卖肉难”等问题。同时,价格作为市场经济运行的核心,需要市场化的形成和运行机制。由于政府没有一次性放开全部领域,为了兼顾稳定和激励,形成“计划内”和“计划外”的价格“双轨制”。^①随着改革的不断推进,这种价格体制越发不适应于现实需要,最明显的表现是1988年出现的全国范围的“抢购风潮”。

对于流通体制的问题,国家在初期主要是通过大力发展批发市场进行缓解,郑州、长春、武汉、沈阳等地的粮食、木材、生猪批发市场就是在这种背景下发展起来的。对于价格领域的问题,政府最终放弃了价格管制,双轨价格体制向单一的市场价格体制并轨。即便如此,批发市场和价格体制运行过程中的违约事件、剧烈波动问题仍不断发生。同时,随着商品经济的发展,家庭、企业在参与经济运行过程中面临着越来越多的风险,急需有效的风险管理工具。在此背景下,期货市场得以被重新研究和引入。

虽然期货市场在计划经济时期并不存在,但是与之相关的知识并没有完全消失。陈云在1973年就提出利用商品交易所服务经济发展。^②1988年2月,党中央和国务院提出组织力量研究国外期货市场。同年3月,探索利用期货市场的表述首次出现在七届人大一次会议的《政府工作报告》中。作为一个新的研究课题,期货市场在中国经济学界、各级政府都得到了重视。经济学界的主要研究力量为大学和科研机构,中央政府机构研究主体有国务院发展研究中心和国家体改委,地方政府主要承担试点研究工作,如河南、四川、吉林、湖北等地的政府、粮食局、体改委、研究中心都不同程度地参与。不同主体的研究方向存在差异,大多数主要集中于期货市场基本功能、国外发展概况、中国发展期货市场的必要性、可能性等基本问题。

前期的研究和政府的积极推动促使各方在理念、认识和实施步骤方面形成共识,即利用期货市场价格发现、风险管理的功能“弥补现货市场的不足”,进而促使形成完整的市场调节机制,^③并通过试点建立中国的期货交易所。1988年,根据现货优势,中国期货市场工作领导小组设想在湖北、吉林、四川、河南分别设立期货市场运行大米、大豆、生猪和小麦期货。由于四川和吉林反应不积极,湖北省与武汉市存在冲突,而河南省政府特别重视、准备充分等缘故,最终首家国家级期货交易所试点落户河南。同年8月,河南省政府报批《郑州粮油期货交易所试点实施方案》;至1989年6月,期货市场工作领导小组批准实施方案。1989年10月10日,以商业部、国务院发展研究中心、国家体改委等部门的名义向国务院提交了《关于试办粮食中央批发市场的报告》。具体尝试情况为1989年10月,黑龙江省在哈尔滨尝试运用期货机制建立了粮油批发市场;1990年7月,国务院批准河南省试办郑州粮食批发市场;1990年10月12日,作为中国首家全面引入期货机制的郑州粮食批发市场正式建立。

① 1985年,《关于进一步活跃农村经济的十项政策》和《关于放开工业生产资料超产自销产品价格的通知》两个文件的发布是这种政策意图的表现。价格双轨制是体制改革无法跟上经济发展步伐的直接结果。最终,由于经济整体的资源稀缺,同样的资源在计划外的价格自然高于计划内的价格。基于价差所带来的收益造成政府手中控制的资源越来越少,政府最终在无资源可分配的情况下只能放弃控制。这种形势的直接后果是双轨制价格向单一市场价格并轨。

② 《陈云文选》第3卷,北京:人民出版社1995年版,第220—226页。

③ 中国证监会期货部、中国期货业协会编:《中国期货市场发展研究报告》,北京:中国财政经济出版社2004年版,第26—39页。

此后,与1921年旧中国的期货市场发展极为相似,由于期货市场的建立审批权分散,国家体改委、国研中心、物资部等部门和各地政府看到期货交易场所蕴含的巨大利益,在其支持下花样繁多的期货交易场所不断涌现。虽然势头类似,但其疯狂的程度、速度和能量远超民国时期的期货市场。1992年6月10日,深圳有色金属交易所成立,并在1992年10月正式推出第一个标准化期货合约,也是中国第一家以标准化期货合约为交易对象的交易所。1992年5月28日,上海金属交易所开业,并在一年后推出标准化的期货合约。1993年5月28日,中国郑州粮食批发市场完成期货市场转制,正式更名为郑州商品交易所。至1993年底,全国范围内的期货交易所已有38家,加上类期货交易的各种市场,总数达到上千家。全国范围内的期货经纪公司达到300余家,期货兼营机构2000多家。^①同时,由于经济开放,国际投资机构通过与境内经纪公司的合作、讲学、合办以及开展国际期货业务等方式参与到了中国期货市场的发展。

这一阶段,中国的期货市场呈现出强烈的非理性特点,火爆程度让人瞠目结舌。这不只表现在期货交易所、经纪公司和兼营机构的数量短时间内爆发增长上面,而且各类投机、炒作、逼仓、违规和坑害客户事件也接连发生。例如,中国既不是咖啡的主产国,国内消费和贸易量也很小,但咖啡竟然会在中商期货交易所上市交易。同时,不同交易所之间为了争夺客户不断展开恶性竞争,近三分之一的交易所都有金属材料上市,粮油期货也同时是三家交易所的交易品种,相似的问题也存在于煤炭、石油、化工和有色金属等领域。“百事高期货咨询公司坑害客户事件”“东诚国际期货经纪公司卷走客户资金事件”等期货经纪机构欺诈客户事件屡屡发生。外汇期货一直处于半地下状态,严重缺乏政府监管,期货投资大户能够通过操纵市场恶意误导散户,给散户甚至国家外汇管理总局带来了巨大损失。1993年6月30日,上海粮油商品交易所首次推出粳米期货交易,由于8月份中国南北灾情严重,多头不断发动攻势,推动粮价上涨,明显加重了当年粮食市场的严峻形势。类似事件不断上演,期货市场不仅没能起到稳定宏观经济的作用,反而严重影响了经济秩序,让政府疲于应付。最终,1993年11月4日,国务院发布《国务院关于坚决制止期货市场盲目发展的通知》,标志着中国期货市场重新设立和快速发展阶段的结束,正式步入清理整顿和规范发展阶段。

虽然,这个阶段的状况与萌芽、初期发展阶段极为相似,但是,在制度基础方面却存在根本上的不同。表现为:(1)期货市场变迁方式。晚清、民国时期的期货市场是自发的诱致性制度变迁,这个时期则为政府主导的强制性制度变迁。(2)期货市场变迁原则。前者依据各个交易所的成本收益,后者依据整体经济的成本收益。(3)推动主体。前者为各个利益集团,后者为政府,由于主体的不同,两种期货市场发展模式显示的偏好便存在差异。(4)期货市场运行效率。^②在初期,前者的运行效率低,但是在规范发展之后将较高。^③(5)期货市场与经济体制契合。相比于前者,重新发展阶段的期货市场面临着更大的契合问题。(6)上市品种。可以看出,民国时期的上市品种主要集中于各个行业本身发展的需要,表现出很强的专业化分工色彩。改革开放之后的上市品种更多的是小麦、棉花、粮油、金属等关系国计民生的大宗商品。不同的发展模式表现出的不同特性和问题。但是,晚清、民国时期的期货市场发展经验对于认识中国期货市场及其运行规律,依然具有重要的借鉴意义。

① 孙尚清主编:《中国市场发展报告》,北京:中国发展出版社1996年版,第54—78页。

② 运行效率是制度运行收益与运行成本的比值。其中,运行收益指制度产出,运行成本则主要包括契约成本、信息成本、风险成本、个别和社会成本。期货市场对运行效率的提升主要通过降低运行成本实现。

③ 和春雷:《期货市场:制度分析与制度创新——以芝加哥期货市场和郑州市场为例》,《人文杂志》1996年第2期。

三、清理整顿和规范发展阶段(1993—2003年)

自1993年《国务院关于坚决制止期货市场盲目发展的通知》(以下简称《通知》)发布起,期货市场在政府强力干预下开始进入清理整顿和规范发展阶段。1998年8月1日,国务院发布《国务院关于进一步整顿和规范期货市场的通知》,基本奠定了目前的期货市场格局。在经过将近6年的稳定之后,至2004年1月31日,国务院发布《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》,正式提出发展期货市场。中国的期货市场才完成清理整顿和规范发展,开始在已有基础上稳步增加商品期货交易品种、增开中国金融期货交易所,正式步入稳步推进阶段。

由于中国的期货市场是政府推动的强制性制度变迁,其规范发展并非基于利益集团的需要和经济条件的内生优化,而是主要以公共利益和政府偏好为依据,整个发展过程不可避免地带有强烈的政府色彩,中央政府需要在诸多地方政府、集团利益、现实条件中寻求政策平衡。这充分说明,该时期的期货市场更像是一个没有能够独立的“婴儿”,需要“家长式”的“管教”,直至能够独立发展为止。由于当时整个经济体制还处于由计划经济向商品经济的转轨过程,尚未定型,期货市场的规范缺乏制度框架。基于总体改革的稳定要求和战略安排,在1993年中国确立市场经济改革方向、经济体制开始向深化改革转变之际,期货市场开始在总体框架下规范发展。

总体上,中国期货市场的清理整顿和规范发展可以用“合、减、转、规”来概括。“合”主要指合并期货交易所,“减”主要指减少期货交易所和交易品种,“转”主要指转变期货交易所经营性质,由营利制向非营利性的会员制转变,“规”主要是指通过建立期货市场统一的监管体制、制定市场运行法律、重新登记和规范期货经纪公司和投资者等。

在政府对期货市场整顿期间,各种违规、投机和逼仓事件依然在发生,例如,1995年海南中商期货交易所的“咖啡逼仓事件”和“海南棕榈油 M506 合约过度投机事件”、广东联合期货交易所“籼米 9511 期货合约操控事件”、苏州商品交易所“红小豆 9511 期货合约爆仓事件”、上海证券交易所“327 国债事件”以及1996年上海商品交易所“胶合板 9607 合约协议平仓事件”等。一些事件直接导致了相关交易品种、交易所的取消,甚至影响到了中国期货市场发展的步伐,例如,1995年海南中商期货交易所的两次事件导致相关品种被取消,也影响到交易所本身的存废,“327 国债事件”则中断了中国的金融期货试点。但是,这些事件更多是由于交易品种设定、交易监管操作上的不成熟以及交易规则不完善等方面原因造成的。总体上,类似问题发生次数越来越少,现实的挑战不再表现为新现象的产生和既有问题的扩大。

对于期货市场出现的问题,中央政府有着清晰的认识和准确的判断。期货市场审批和管理权限分散于不同主体,这是引起期货市场混乱的制度根源。对此,国务院首先通过建立统一的监管和管理机构解决这一根本问题。1992年10月,决定成立国务院证券委员会,由其统一管理证券和期货市场,并同时成立其执行机构——中国证券监督管理委员会,依法对证券和期货市场监管。国务院证券委员会由14个部委、最高法院和最高检察院主要领导组成,致力于证券期货市场发展中复杂问题的解决。这在1993年国务院发布的《通知》中得到了明确。这个时期,国务院证券委员会与中国证监会的一项重要任务就是负责期货市场的试点工作。此后,各省市都按照要求建立了相应的证券和期货监管机构。1994年5月16日,国务院办公厅转发国务院证券委员会《关于坚决制止期货市场盲目发展若干意见的请示》(以下简称《意见》),要求各地政府或部门指定一个机构协助证监会进行期货市场的监管工作,如已有证券(或期货)管理委员会或办公室的,建议由其负责。1995年7月20日,国务院将各个期货交易所的正副理事长和正副总经理的人事权由各地方政府和部门划归至中国证监会,各地和部门配合和商议相关人选。1998年,国务院将人事权完全划归证监会,期货交易所的主要领导由证监会提名,理事会选举产生。1997

年8月,上海、深圳证券交易所划归证监会监管。同年11月,中央决定中国证监会对地方证券监管部门实行垂直管理,并将由中国人民银行监管的证券经营机构划归其管理。1998年4月,国务院决定将国务院证券委员会合并至中国证监会,中国统一的证券期货监管体制基本形成。统一监管体制的形成,为期货市场能够按照规律发展、破解既有地方利益格局、贯彻中央统一政策提供了坚实的机构和制度基础。

制度基础和权力根源的变化,使中国期货市场在这个时期发生的事件有了顺理成章的解释。虽然,中国证监会的职责和职能不断完善,但是建立统一的证券期货监管体系、审批设立证券期货经营机构、监管境内期货交易所、合约上市和期货机构的境外期货交易、统一证券期货市场和市场主体、加强证券期货市场的风险管理和化解工作、负责拟定证券期货市场的法律法规、制定证券期货市场的发展规划和年度计划等一直是其主要职责。从1993年底起,国务院通过证监会首先制止住了期货市场的交易所、期货品种、经纪机构规模的继续扩大。同时,对于既有期货交易所、交易品种和期货经纪机构开始全面整顿,包括通过期货交易所试点合并,裁撤交易所;通过期货交易品种试点优化,裁撤期货交易品种;通过对既有期货经纪机构的重新审核,规范机构素质和行为,停止外资期货经纪机构审批,限制国有企事业单位参与期货投资,优化投资者主体结构,严厉查处期货市场违法行为等。在这个过程中,同步制定和完善期货市场法律法规,为期货市场运行提供法律依据。从这些措施可以看出,政府对于期货市场的整顿和规范几乎是“一刀切”的强力制止。

1993年至1994年,中国证监会和地方政府在限制现有期货交易所经营范围的基础上,完成了试点期货交易所的工作。在1994年5月16日的《意见》中,明确了期货交易所的审核条件,限定期货交易所的经营品种只能为商品期货,并禁止指数类期货交易,对于汇率和国债期货需要证监会与国家外汇管理局、财政部共同商议确定。1994年10月,中国证监会下达了《关于批准试点期货交易所的通知》,在现有的30多家期货交易所中选出了11家报经国务院批准作为试点。1996年4月23日,又经过改组、合并,增加4家试点交易所。^①至此,中国的期货交易所数量大幅下降,过热发展势头得到有效遏制。同时,由于既有的期货交易所大多是由地方政府和不同部门的支持设立的,带有强烈的营利动机,地方政府为了通过期货交易所的集聚效应和涓滴效应发展区域经济不断强化这种动机,在协同效应下造成中国期货市场无序发展的问题不断恶化。中国证监会在1995年9月11日印发的《关于期货交易所会员制改造的意见》中,要求试点交易所向会员制转变。会员制的组织形式能够促使期货交易所由追求利润向服务公共利益转变,但与交易所公司制的国际趋势相违背。可以看出,会员制的改革是在牺牲效率的基础上追求稳定,可以满足当时的形势需要。同时,中国证监会要求所有期货交易所在1996年末全部完成会员制改制。

1998年8月1日,国务院发布《国务院关于进一步整顿和规范期货市场的通知》,通过保留郑州商品交易所、大连商品交易所,合并上海金属交易所、上海粮油商品交易所、上海商品期货交易所为上海期货交易所,将15家试点期货交易所裁撤为3家,从而奠定了现有的商品期货交易所格局。同时,将35个期货交易品种减少为12个,取消23个期货功能不完善的交易品种。^②2000年,中国证监

^① 这15家试点期货交易所分别为:郑州商品交易所、大连商品交易所、深圳有色金属期货联合交易所、苏州商品交易所、北京商品交易所、上海金属交易所、上海粮油商品交易所、海南中商期货交易所、重庆商品交易所、沈阳商品交易所、广东联合期货交易所、上海商品期货交易所、天津联合期货交易所、长春联合商品交易所、成都联合期货交易所。其中后4家为1996年批准试点。

^② 期货交易所的试点品种基本都是对于经济发展没有全面影响的、有着强烈区域性特色的商品,例如红小豆、绿豆、高粱等。这一方面是基于试点的本意和各地现货产品的优势,同时,也是由于国家没有完全放开大宗商品的交易管制和严格限制投机者参与造成的。更重要地是,由于当时的期货交易所主要是由各地政府和不同部门推动,不同交易所之间处于激烈的竞争态势。交易所负责人出于职业生涯、最大化交易收益和从试点中脱颖而出的考虑也缺乏上市新品种的动机。

会为了稳定和更好发挥期货市场的功能,对于保留的12个交易品种的保证金采取“扶大限小”^①的政策,除了铜、铝、大豆等表现稳定的品种保持5%的保证金水平外,提高其他9个品种的保证金至10%,以稳定期货品种的交易。在此后的近6年时间里,中国的商品期货市场一直未能上市新的期货品种。

与此同时,中国证监会重新审核期货经纪机构,最后准予登记的有320多家,不符合条件的机构全部被撤销、合并。此时的期货经纪公司主要开展经纪业务,很多期货经纪机构开始在全国范围内开设期货营业部。至1998年,期货兼营机构退出代理业务,期货经纪公司减少为180家左右。同时,严格限制期货经纪公司参与国债期货和外汇期货交易,禁止期货经纪机构参与国际期货交易。从期货经纪机构的审批、资质和经营范围等方面开始严格限制,堵住造成市场混乱的中介渠道。对于投资者,表现出“控大放小”的特点,严格控制和管理国有企业、事业单位和大型机构投资者的投资、投机行为。由于中国期货市场的投资者主要以中、小型散户为主,这样就从投资者主体和投资行为方面稳定了期货市场。

根据现实状况,中国证监会也同步制订了法律法规。依据国务院在1999年发布的《期货交易管理暂行条例》,中国证监会制定了与之配套的《期货交易所管理办法》《期货经纪公司管理办法》《期货业从业人员资格管理办法》《期货经纪公司高级管理人员任职资格管理办法》等法规,规范了期货市场总体、期货交易所、期货经纪机构、期货从业者等。同时,中国证监会会同原国家经贸委和外经贸部、国家工商总局、国家外汇管理局制定了《国有企业境外套期保值业务管理办法》,并于2001年5月24日正式发布。此后,在2003年6月,最高人民法院发布《关于审理期货纠纷案件若干问题的规定》,作为最为系统的期货司法解释,对期货市场的规范发展发挥了关键作用。

在全面构建期货市场监管体系的同时,中国证监会也借鉴国际经验,加强了期货行业自律管理。2000年12月29日,中国期货业协会于北京成立。作为非营利性的团体法人,在行业自律、从业人员管理、服务会员、宣传教育、内部建设等方面做了大量的工作,为建立有效的自律管理体系和推动期货市场的稳步发展做出了积极的努力。

通过整顿规范,中国期货市场的非理性发展得到了有效遏制。在政府强力介入的情况下,中国期货市场几乎被全面重塑,期间取得了如下重要成就:

1. 初步构建了较为完善的期货市场体系。在将监管权力集中于中国证监会的基础上,形成了以中国证监会、期货交易所、期货经纪机构、期货投资者为框架的较为完善的市场体系,并通过法律法规的制订为期货市场的平稳运行提供保障。中国的期货市场结构就是在这个阶段基本形成的。

2. 确立了商品期货交易所和交易品种格局。这种格局是各种利益主体和经济因素博弈的均衡,也是在特定区间内的制度均衡。^② 这为其后新交易品种的上市提供了稳定基础,也消除了诸多不确定性,如交易所负责人的职业生涯顾虑、地方利益博弈、证监会政策取向等关键影响因素。

3. 积累了丰富的监管经验。中国证监会一方面借鉴国外经验,一方面基于国内形势不断完善对于新生事物和问题的认识,通过持续推进各种监管工作积累了丰富的监管经验,提高了业务能力和水平。

4. 培养了高素质的期货从业人员。中国期货行业吸引了大量高学历人员参与,从业人员整体受教育水平在所有金融行业里面处于较高层次。关于期货市场的大批译著、专著、文章不断涌现,期货从业人员的理论和实践能力得到锤炼,成为期货市场发展最重要的人力资本。

① 常远:《中国期货市场的发展历程与背景分析》,《中国经济史研究》2007年第4期。

② 张曙光:《论制度均衡和制度变革》,《经济研究》1992年第6期。

5. 使得期货投资者交易更加理性。期货市场能够通过风险的有效配置促进实体经济发展,但本身并不能产生新的价值,这极易造成期货市场是“赌场”的错误认识。加上经常发生的“一夜暴富”“一夜赤贫”甚至于“倾家荡产”的事例,以散户为主的中国期货投资者在很长时期内都无法正确理解、参与和处理期货市场交易。通过规范阶段的自律、投资者教育、市场发展程度加深等,使得期货投资者参与期货交易时更加理性。

经过清理整顿和规范发展,中国期货市场的格局基本定型。此后,中国期货市场的发展更多地是根据既有框架的完善,通过稳步推进、创新发展不断向成熟状态嬗变。

四、稳步推进阶段(2004—2013年)

1998年,中国期货市场的格局基本确定之后,违规、投机、逼仓、坑害客户的恶性事件越来越少,各个交易所的运营、监管水平得到明显提升。这充分说明清理整顿和规范工作的成功。总体上,政府政策更加谨慎,表现出宁愿更稳而不是更快的取向,这为期货市场整顿之后的稳定留下充足时间。2004年,《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》的发布表明中央政府对于整顿规范阶段成果的基本认可,也通过“正式发展期货市场”的提出,为既有期货市场松绑和创新发展奠定了政策基调。在此之后的近10年时间里,中国的期货市场基本是对前期清理整顿所奠定框架的稳步充实,难言大的突破。2014年5月8日,国务院印发《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》,为期货市场的创新发展奠定了政策框架。此后,中国的期货市场开始步入创新发展阶段。

2006年9月18日,经国务院同意、中国证监会批准,由郑州商品交易所、大连商品交易所、上海期货交易所、上海证券交易所和深圳证券交易所各出资1亿元共同发起成立的中国金融期货交易所成立。与其他3家期货交易所不同,其组织形式为公司制。由既有交易所共同出资成立,主要是由于金融期货是基于既有证券和期货交易的。在中国金融期货交易所上市的首个产品为沪深300指数期货。

在期货交易所体系优化的同时,我国期货市场的上市品种更加多样化、结构越加合理。自2004年棉花、玉米、燃料油分别在郑州商品交易所、大连商品交易所和上海期货交易所上市以来,在大多数年份都有新的期货品种在不同的期货交易所上市。多样化期货合约风险管理、市场深化发展和争取国际定价权奠定了更加稳固的基础。2005年8月25日,中证指数有限公司成立,专注于指数衍生品研发。2013年7月18日,易盛农产品指数上线,基于实物交易的数据潜力得到持续挖掘,各种综合指数、分类指数和单商品指数构成了完善的指数体系。农产品价格指数为指数衍生品的开发提供了基础资产,也促进了场外产品如ETF(交易型开放式指数基金)、分级基金和数据定制产品的发展,丰富了期货产品种类,满足了更多个性化需求。2013年9月6日,中国金融期货交易所成功上市5年期国债期货合约,阔别18年之久的国债期货重新上市。

同时,为了实现期货品种的连续交易,更好接轨国际市场,满足投资者国际范围内的风险配置需求,2013年7月5日,上海期货交易所首批推出黄金、白银期货品种的夜盘交易。上线首日交易活跃,交易规模超过白天交易时段。2013年12月20日,上海期货交易所再推铜、铝、锌、铅期货品种的夜盘交易。夜盘交易是提升中国期货市场规模和层次的另一引擎,能够促进中国期货市场国际化水平,有利于提高中国期货产品的国际影响力和争夺大宗商品的国际定价权。同时,交易所的风险管理能力和系统保障能力显著提升,订单处理能力得到数倍增进,平均订单处理延时已降至微秒级别。保证金、持仓限制、涨跌幅、强行平仓、大户报告制度、每日无负债结算和风险准备金等制度持续完善,期货交易所的平台运营能力显著提高。交易体系的不断完善为中国期货市场的创新发展奠定了坚实基础。至2014年,三大商品交易所共陆续推出23个期货品种的夜盘交易。

表 1 2004 年以来中国期货交易所上市的新品种

交易所名称	上市品种	上市时间	上市品种	上市时间
郑州商品交易所	棉花	2004年6月1日	白糖	2006年1月6日
	PTA	2006年12月18日	菜籽油	2007年6月8日
	早籼稻	2009年4月20日	甲醇	2011年10月28日
	玻璃	2012年12月3日	油菜籽	2012年12月28日
	菜籽粕	2012年12月28日	动力煤	2013年9月26日
	粳稻	2013年11月18日	晚籼稻	2014年7月8日
	硅钢合金	2014年8月8日	锰硅合金	2014年8月8日
大连商品交易所	玉米	2004年9月22日	豆油	2006年1月9日
	聚乙烯	2007年7月31日	棕榈油	2007年10月29日
	PVC	2009年5月25日	焦炭	2011年4月15日
	焦煤	2013年3月23日	铁矿石	2013年10月18日
	鸡蛋	2013年11月8日	纤维板	2013年12月6日
	胶合板	2013年12月6日	聚丙烯	2014年2月28日
	玉米淀粉	2014年12月19日		
上海期货交易所	燃料油	2004年8月25日	锌	2007年3月26日
	螺纹钢	2009年3月27日	线材	2009年3月27日
	黄金	2008年1月9日	铅	2011年3月24日
	白银	2012年5月10日	石油沥青	2013年10月9日
	热轧卷板	2014年3月21日	镍	2015年3月27日
	锡	2015年3月27日		
中国金融期货交易所	沪深300指数	2010年4月16日	上证50指数	2015年4月16日
	5年期国债	2013年9月6日	10年期国债	2015年3月20日
	中证500指数	2015年4月16日		

资料来源:根据《中国期货市场年鉴(2009—2014)》以及各个期货交易所网站的相关信息整理而成。

随着市场的稳定,中国证监会重新界定了期货经纪机构的定位和业务范围。2005年1月1日起,允许符合条件的香港机构与内地机构建立合资期货经纪公司。2005年12月1日,银河证券旗下新收购的银河期货和荷兰银行合资获批,成立中国第一家合资期货公司,标志着外资正式进入中国期货市场。2006年,格林期货、广发期货和永安期货获准在香港设立子公司,成为第一批“走出去”的期货公司。2007年3月16日颁布的《期货交易管理条例》对期货公司的定位、业务范围等进行了调整。期货经纪公司名称中的经纪两字被删去,改为“期货公司”,业务内容主要为:根据客户指令代理买卖期货合约、办理结算和交割手续,管理客户账户和控制客户交易风险,为客户提供期货市场信息、交易咨询和顾问服务等。2009年,中国证监会试行期货公司分类监管,只有符合条件的期货公司才能进行期货业务创新,其他公司仅能从事国内中介业务。与此同时,期货公司竞争加剧,截至2010年1月,正式营业的期货公司减至167家。

稳步推进阶段的中国期货市场波澜不惊,难言大的变动。讨论稳步推进阶段的历史地位,中国金融期货交易所的成立、29个期货交易品种的上市、期货公司的国际化开端都对其后的期货市场的发展产生着重要影响。但是,稳步推进阶段的发展成就就是对清理整顿和规范发展阶段发展成果的巩固和既有框架的丰富,诸如:(1)金融期货交易是在商品期货交易的基础上衍生出来的,中国金融期货交易所也是由三家商品期货交易所和两家证券交易所合资成立。(2)虽然期货市场的大多数品种

都是在这个阶段上市,不过夜盘交易仅是期货交易的时间延续。(3)对于期货经纪公司的定位、经营范围调整和分类管理也强烈地表现为对于既有管理措施的完善。

直至2014年,中国的期货市场再次仿佛得到“家长”允许的“孩子”一般,在经济体制和政策框架“多重限制”下寻求创新和突破,诸多创新也都带着强烈的中国特色。

五、中国期货市场的创新发展阶段(2014年至今)

2014年5月8日,国务院印发《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》,与2004年发布的《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》相配合,后者为当时处于低谷的中国期货市场指明发展道路,前者则为既有期货市场的深化发展奠定基础。前者将创新、深化期货市场发展、促进期货市场成熟发展作为基准,指出要扩大资本市场开放,壮大专业机构投资者、放宽期货公司的业务准入、支持民营资本进入证券期货服务行业、促进引导期货公司创新及有序发展,要求期货公司加强中小投资者保护工作,加强与期货监管部门的信息共享与协同配合。此后,中国期货市场的发展经过长时间的稳定,各种创新业务不断涌现,正式步入创新发展阶段。

继易盛农产品指数之后,2014年11月28日,东证一大商所农产品指数在上海正式发布,为期货市场结合、金融创新提供了新的工具。期货品种夜盘交易稳步推进,目前只有金融期货和少数农产品期货品种没有实现夜间交易。截至2015年,中国期货市场上市品种达到51个,形成了涵盖农业、金属、能源、化工、建材、冶金、金融等板块的品种体系,为投资者全产业链风险管理提供了工具。期货品种上市和研发速度加快,在既有期货品种的基础上,形成完善的期货品种体系。例如,2016年12月,大连商品交易所、郑州商品交易所和上海期货交易所的乙二醇、棉纱、原油期货上市工作已经完成。各期货交易所不断深挖期货品种,尿素、水泥、木材、外汇和利率等期货产品被纳入品种储备体系,四大期货交易所既有优势的基础上,正努力向综合型、国际化期货交易所转变。

犹如期货对于远期交易,期权能够更好地实现风险的连续管理。商品期权不仅可以更好地满足企业管理风险的需求,还可以为投资者提供更加多样化的投资组合策略,也符合中国期货市场以散户为主的投资行为特性,是场外交易产品创新的基础。2015年2月9日,上证50ETF期权在上海证券交易所成功上市,开启中国期权市场发展的序幕。同时,基于既有的商品期货合约,各商品交易所已经完成优势商品期货期权上市工作,例如白糖、棉花、豆粕、铜、黄金期权已经完成上市准备工作。最终,2017年成为中国的商品期权元年。2017年3月31日,豆粕期权在大连商品交易所上市。2017年4月19日,白糖期权合约在郑州商品交易所挂牌上市。

2014年,中国期货公司兼并趋势迈入高潮,重组、兼并、外资机构收购、金融控股收购不断加剧,交叉持股、相互参股、控股等混业经营加快。2014年9月17日,中国证监会发布《关于进一步推进期货及衍生品行业创新发展的意见》,明确界定期货经营机构为“衍生品服务提供商”,具有“风险管理”和“资产定价”两项基本职能。同时,提出加快推出集合资产管理业务和期货公司代理境内客户参与境外期货交易的试点,进一步扩大期货公司设立风险管理子公司试点范围,支持期货经营机构自主创设场外衍生品合约,并鼓励有条件的期货公司开展集团化经营,努力打造一批具有国际竞争力、以风险管理和资产定价为核心业务的衍生品服务集团。2014年12月4日,中国期货业协会发布《期货公司资产管理业务管理规则(试行)》,允许期货公司设立专门从事资产管理业务的子公司,放开“一对多”业务。2014年,期货公司获准进入银行间债券市场。这是政府基于现实规律提出的促进措施,集团化、规模化、多产品、多服务的综合经营商将是未来期货经营机构的发展方向。同时,期货公司实现多渠道融资,开始通过上市实现公众化发展。2015年7月7日和12月30日,鲁证期货和弘业期货分别在港交所挂牌上市,其他期货公司已在或正在申请新三板和A股主板上市。与此同时,中国期货公司加快国际化发展,一些期货公司获准在香港、美国以收购或新设的方式设立子公

司。而且,私募基金等发展迅猛。中国期货公司的发展在业务准入、业务范围、融资渠道、国际化途径、发展方向等方面得到全面完善。

作为期货市场稳步成熟的另一标志,做市商制度不断完善,场外市场得到快速发展。不同产业资金参与期货市场运行的程度越来越深,点价交易、“银期”合作、“保险+期货”、“粮食银行”等作为服务于这种需求的创新业务不断出现。在仓单交易的基础上,仓单串换、仓单租借等新业务形式得以衍生。同时,期货行业借助于互联网提高运行效率。2015年7月10日,期货行业实现互联网开户,至12月18日,再次实现移动客户端开户。“低佣金”“永安模式”等创新不断涌现。中国期货市场的业务内容更加完善、层次更加分明,表现出显著的创新发展、市场深化特点。

同时,期货行业急需一部基本大法来规范、引导和保障市场深入发展与不断创新,相关立法工作也已得到持续推进。2014年,根据《十二届全国人大常委会立法规划》,《期货法》被列为本届全国人大常委会二类立法项目,由全国人大财经委员会负责组织草案起草,并成立了“期货法起草组”,正式启动期货法立法工作。近几年,中国期货立法速度加快,期货市场法律、法规和规章体系日益完善。

为了成为大宗商品国际定价和风险管理中心,国际化是中国期货市场的必然任务。2015年11月18日,由上海证券交易所、德意志交易所集团、中国金融期货交易所共同出资成立的中欧国际交易所在德国法兰克福开业,3家交易所分别持股40%、40%和20%。该所的开业是国内交易所国际化战略进展的重要标志,开业初期主要上市以人民币计价和结算的证券现货产品,条件成熟时将上市金融衍生品。同时,各个交易所也都在研究其他的国际化实现形式,例如产品互挂、指数授权、国际机构投资者进入等。

经过持续稳定发展,中国期货市场规模不断扩大,成为全球第二大农产品期货市场。2004年,全国期货市场交易总量3.0786亿手,总交易额为14.693万亿元。2015年,两个指标分别达到35.78亿手、554万亿元。期货公司总资产达4600多亿元,净资产达563亿元。同年上半年,中国商品期货成交量约占全球53.2%,已连续多年居世界前列。^①4家期货交易所均跻身全球期货及衍生品交易所前20强。煤炭、塑料、白糖等期货品种位居全球首位。投资者结构不断优化,2004年,资金量在100万以下的中小散户超过80%。2015年,郑州商品交易所的法人客户达到7567个,比2010年高出21.8%,法人投资者的交易占比35.8%,增长28.1%,法人投资者日均持仓占比36.1%。同时期,大连商品交易所的法人投资者持仓占比也增加至50%,预计会在未来5年时间里突破60%。而且,期货品种的期现价格相关系数不断增强,期货市场服务实体经济的能力显著提升。

自2014年至今,中国期货市场表现出显著的创新发展态势,在稳步成熟的道路上取得了诸多成就。但是,期货市场离成熟阶段尚存差距,表现为:(1)期货市场服务实体经济的能力明显不足,有严重脱离实体经济的缺陷。(2)规范期货市场的统一法律尚未完成,急需《期货法》出台。(3)“三级监管体系”运行方面与成熟发达国家相比存在很多尚待补充的内容,例如期货主体自律管理、监管主体权力、监管信息化建设等。(4)期货市场的市场化程度没有能够同步经济改革步伐,多个环节存在过强的政府管制。(5)期货市场国际化程度低,大宗商品国际定价功能与现实需求相比严重不足。(6)投资者结构尚未实现机构投资者为主体的良性状态。(7)期货交易所创新能力有待提高,很多交易品种呈现出大而不强的态势。(8)期货结算中心建设、具体实现模式有待探索。(9)期货公司发展受到诸多限制,缺乏为投资者提供国际化服务的资质和能力。(10)国有企业的管理体制造成其需要有效的风险管理工具,但无法参与期货市场交易的矛盾,进而阻碍了期货市场的功能发挥。

当政府强力介入期货市场发展的时候,必然会造成期货市场演变成以政府偏好为导向的强制性制度变迁。与其他市场相类似,中国的期货市场有着“大而不强”、国际化程度低、创新能力不足、投

^① 中国证券监督管理委员会编:《中国期货市场年鉴(2014)》,北京:中国金融出版社2015年版,第617—618页。

资者结构不合理、市场层次单一的问题。但总体上,中国的期货市场在政府主导下正稳步创新、不断走向成熟状态。成熟状态的实现需要经济体制、交易所、期货品种、投资者、交易监管等方面的综合推进。在改革进入“深水区”的背景下,成熟期货市场的实现可期,但我们也要清醒认识到,前方仍然困难重重。

The Historical Stage of the Development of China's Future Market and the Evolution to Mature State

Xing Quanwei

Abstract: As the price discovery and risk management center of the Market Economy, the future market has played an important role to stabilize the whole operation of the Market Economy. As early as the late Qing Dynasty, the China's Future Market had already began to sprout, and developed rapidly during the Republic of China. However, from the establishment of the People's Republic of China in 1949 to be reintroduced in 1988, the China's Future Market experienced a long time of disruption. From that time on, the China's Future Market has evolved through the stage of re-establishment and rapid development, cleaned up and orderly development, steady development, and innovation-driven development. From the perspective of institutional change and historical evolution, this paper classifies and analyzes the historical stage of the development of the China's Future Market, and explains the main contents of the evolution to the mature state of the China's Future Market.

Key Words: Future Market; Commodity Futures; Financial Futures; Institutional Change

(责任编辑:黄英伟)

《组织、市场与国家——近代天津钱业公会 与经济秩序建构》出版

中国人民大学经济学院孙睿博士撰写的《组织、市场与国家——近代天津钱业公会与经济秩序建构》2017年由中国社会科学出版社出版。该书是第一部分系统研究天津钱业组织的专著,共分为九章。主要以承载着某种社会和文化意义的明清行业治理的历史实践为研究起点,将近代国家与社会的重构为叙述背景,展现了以天津钱业公会为代表的传统行业组织在转型中构建自治性组织逻辑和治理框架的同时,如何实现市场对行业秩序的诉求,以及对国家基层经济治理的回应。其中涉及到组织的演进、法律与商事习惯的适应与矛盾,具体实践中政府与行业组织的关系等。进一步提出了传统中国经济治理的一种多权威模式,并对传统行业组织可能采取的研究方法和视角进行了反思。(孙睿)